

轻工制造

2020年07月14日

山鹰纸业 (600567)

——需求回暖，成品纸连发提价函，盈利持续修复

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2020年07月13日

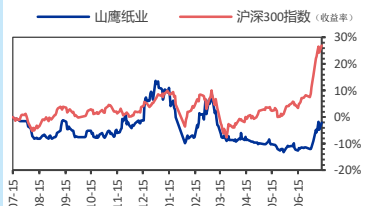
收盘价(元)	3.28
一年内最高/最低(元)	3.94/2.8
市净率	1.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	15073
上证指数/深证成指	3443.29/14149.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产(元)	3.1
资产负债率%	65.89
总股本/流通A股(百万)	4596/4596
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《山鹰纸业(600567)点评：进一步扩建造纸产能，提升份额；员工持股显示长期信心》2020/06/04

《山鹰纸业(600567)点评：2019年年报及2020年一季报点评：疫情拖累盈利短期承压，长期看好公司造纸全产业链布局》2020/05/06

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

柴程森 A0230118070016
chaics@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：箱板瓦楞纸连续发布提价函。**根据纸业联讯统计：2020年7月13日山鹰纸业发布新一轮提价函，紫杉、银杉基价上涨300元/吨，红杉、T纸、高瓦基价上涨200元/吨；此轮提价为5月底至今第八轮提价，且提价幅度逐次扩大。
- **多因素驱动箱板瓦楞纸持续提价，公司主业盈利显著改善。**箱板瓦楞纸价格自5月底起持续提价，公司高端纸紫杉(浙江基地170g)、银杉(浙江基地170g)累计提价850元/吨、800元/吨，瓦楞纸高瓦(浙江基地120g)累计提价700元/吨，**成品纸提价幅度高于废纸提涨幅度**(浙江基地国废回收价同期提涨400元/吨)。**多方面因素驱动纸价提涨：1)需求方面**，伴随国内新冠肺炎疫情得到有效管控，国内需求恢复；海外经济逐步重启，出口订单恢复，下游需求回暖；**2)库存方面**，自5月初起，纸厂库存逐渐降低，下游纸箱厂库存同样处于较低水平；**3)原材料方面**，外废配额缩减，美废价格受美国疫情影响价格上涨，高端箱板纸原材料紧缺且成本上行，使得高端纸供给紧张；国废因外废到港量减少，国废刚需相对增加，叠加南方雨水天气影响，国废价格上涨。
- **国内基地扩产实现华东、华中、东南、华南全方位布局，进一步做强箱板瓦楞纸主业。**2018年以来公司通过收购联盛纸业，技改完成后对应产能105万吨，进军东南区域；在湖北新建220万吨的华中基地，预计一期127万吨将在2020年全部达产，实现对华中空白区域的补充；2019年在广东肇庆设立全资子公司广东山鹰，并计划在2020年开工建设100万吨箱板瓦楞纸产能，进入包装纸需求重地华南区域；华东区域筹划进一步建设77万吨绿色环保高档包装纸项目。箱板瓦楞纸生产与销售具有较强的区域性，多地产能布局辐射客户范围更广，**进一步提高箱板瓦楞纸行业市占率，提升行业定价权，做强箱板瓦楞纸主业。**
- **外废配额持续收紧，公司国外布局外废纤维产能，补充高端纸纤维原料，龙头原材料优势构建竞争壁垒。**废纸进口配额持续收紧，国废供给进一步紧张。公司海外积极自建及合作外废浆厂，补充外废纤维。公司对凤凰纸业现有设备进行改造，12万吨再生纤维生产线预计2020年中投产；公司已在东南亚有合作的废纸浆产能30万吨，并筹建东南亚100万吨废纸浆产能，争取在2020年建成投产。国内完善废纸回收渠道，积极建设废纸中转站。**未来箱板瓦楞纸龙头纸企将凭借海内外完善的原材料布局构建自身核心壁垒。**
- **聚焦长尾离散包装客户，依托云印平台赋能包装厂，实现产业链延伸。**我国纸质包装产业面临转型升级的历史性机遇，目前我国纸质包装行业上下游集中度已有较大提升，但纸质包装产业本身却非常分散，很难满足终端客户对品质、交付、成本等日益提升的需求，而海外发达地区的包装产业集中度非常高，并且通常是造纸包装一体化运行。正如李克强总理在7月13日指出的“完善创业创新生态，吸引集聚人才，大力发展工业互联网，以大中小企业融通发展催收更多新业态新模式，培育在各大开放条件下参与国际竞争合作新优势”，**公司发挥再生纤维、造纸、包装一体化产业链优势，通过与伙伴包装企业建设产业互联网，满足下游客户的需求**，将在自建、并购之外走出产业转型升级的第三条道路，实现互联网时代轻资产投入、高效率运行、生态化发展。
- **箱板瓦楞纸下游需求回暖，盈利修复；公司持续深耕造纸全产业链，维持买入。**箱板瓦楞原纸+包装+特种纸全产业链布局，公司坚持做强箱板瓦楞纸业务，做深包赚产业链，做大多纸种布局，看好公司长期发展。维持2020-2022年归母净利润的盈利预测为14.84亿元、20.72亿元和25.50亿元，目前股价(3.28元/股)对应PE分别为10倍、7倍和6倍，对应2019年末PB仅1.05倍，维持买入。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	23,241	3,836	24,641	29,538	32,467
同比增长率(%)	-4.6	-26.5	6.0	19.9	9.9
归母净利润(百万元)	1,362	230	1,484	2,072	2,550
同比增长率(%)	-57.5	-49.7	8.9	39.6	23.1
每股收益(元/股)	0.30	0.05	0.32	0.45	0.55
毛利率(%)	19.1	23.1	19.9	20.8	21.4
ROE(%)	9.5	1.6	8.9	11.0	11.9
市盈率	11		10	7	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24,367	23,241	24,641	29,538	32,467
其中: 营业收入	24,367	23,241	24,641	29,538	32,467
减: 营业成本	18,749	18,810	19,744	23,386	25,506
减: 税金及附加	258	194	197	236	260
主营业务利润	5,359	4,236	4,700	5,916	6,701
减: 销售费用	965	1,076	1,109	1,329	1,461
减: 管理费用	857	1,066	1,109	1,329	1,461
减: 研发费用	591	549	591	709	779
减: 财务费用	738	441	626	685	587
经营性利润	2,207	1,104	1,265	1,864	2,413
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	-76	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	95	-23	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,037	564	543	543	543
营业利润	3,339	1,569	1,808	2,406	2,956
加: 营业外净收入	577	-3	-90	-10	-10
利润总额	3,916	1,566	1,718	2,396	2,946
减: 所得税	480	214	234	323	396
净利润	3,437	1,352	1,484	2,072	2,550
少数股东损益	233	-10	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,204	1,362	1,484	2,072	2,550
全面摊薄总股本	3,274	3,274	4,596	4,596	4,596
每股收益 (元)	0.70	0.30	0.32	0.45	0.55

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。